

2020年10月23日

# Q3 单季超预期，线上加速、莱克星顿恢复

## 罗莱生活(002293)

### 事件概述

20 年前三季度公司收入/净利/扣非归母净利为 32.57/3.62/3.46 亿元，同比增长-4.07%/1.12%/16.55%，业绩超预期；经营现金流/净利为 128%，同比提高 13PCT。净利增速低于扣非主要由于政府补助/投资收益/营业外收入同比减少 59%/87%/78%至 1795/366/284 万元。

20Q3 收入/净利/扣非归母净利为 13.51/1.95/1.86 亿元，同比增长 11.87%/29.25%/44.84%，收入单季转正、环比提升 15PCT，单季收入和净利率改善超预期；经营现金流/净利为 149%，同比提高 53PCT。

### 分析判断：

**Q3 单季收入超预期主要来自自主品牌线上加速、莱克星顿复苏超预期。**收入分拆：(1) 估计主品牌 Q3 提升至低双位数增长，其中线下由于 9 月发货节奏没有跟上、估计个位数下降，但线上加速至中双位数增长；(2) 莱克星顿复苏超预期，估计 Q3 增长接近 20%；(3) 内野 Q2 收入已恢复正增长，我们估计 Q3 好于 Q2、单季低双位数增长。

**净利率提升主要得益于毛利率提升、费用率下降及资产减值损失占比下降。**20 年前三季度毛利率为 44.21%，同比增长 0.77PCT；20Q3 毛利率为 43.87%，同比增加 1.84PCT。20 年前三季度净利率为 11.3%、同比提高 0.47PCT，扣非净利率为 10.61%、同比提高 1.88PCT；20Q3 净利率为 14.45%、同比提高 1.66PCT，扣非净利率为 13.79%、同比提高 3.14PCT。20 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.8%/7.9%/1.4%/-1.6%，同比下降 0.3/0/0.8/0.8PCT，资产减值损失/收入下降 0.32PCT 至-1.47%；营业外收入同比减少 51.69%，主要由于政府补助减少。

20Q3 末存货为 12.43 亿元，同比下降 4.5%，较年初上升 1.3%；应收账款 5.39 亿元，同比下降 4.4%，较年初上升 5.6%。20 年前三季度净营业周期为 159 天、同比下降 10 天，其中存货/应收账款/应付账款周转天数分别增加-3/2/8 天。

### 投资建议

受天气+双节因素促进，我们估计国庆期间线下增速接近 30%、线上高双位数增长；尽管 Q3 超预期、Q4 存在冷冬催化，但考虑去年 Q4 高基数，维持 20-22 年 EPS 至 0.69/0.8/0.9 元，对应 20/21PE 为 19/16X，考虑估值切换，上调至“买入”评级，目标价 16 元（21 年 20X）。

### 风险提示

疫情发展的不确定性；线上增速放缓；莱克星顿亏损加大；系统性风险。

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：增持  
目标价格：16  
最新收盘价：13

股票代码：002293  
52 周最高价/最低价：13.0/7.89  
总市值(亿)：107.66  
自由流通市值(亿)：100.83  
自由流通股数(百万)：775.59



分析师：唐爽爽  
邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519090002  
联系电话：010 5977 5330

研究助理：朱宇昊  
邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 【华西纺织】罗莱生活：业绩超预期，主品牌和内野 Q2 收入转正

2020.08.25

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,813	4,860	4,980	5,484	6,071
YoY (%)	3.2%	1.0%	2.5%	10.1%	10.7%
归母净利润(百万元)	535	546	574	659	743
YoY (%)	24.9%	2.2%	5.2%	14.8%	12.7%
毛利率 (%)	45.5%	43.9%	45.0%	45.3%	45.5%
每股收益 (元)	0.65	0.66	0.69	0.80	0.90
ROE	14.1%	13.3%	12.3%	12.4%	12.2%
市盈率	20.14	19.71	18.75	16.32	14.49

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 收入拆分

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	48.60	49.80	54.84	60.71
YOY	1%	2%	10%	11%
一、主品牌	38.48	39.48	43.88	48.98
YOY	-	3%	11%	12%
线上	11.54	15.58	18.78	22.63
YOY	-	35%	21%	21%
线下	26.93	23.89	25.10	26.36
YOY	-	-11%	5%	5%
二、莱克星顿 (用美国地区数据代替)	8.68	8.73	9.26	9.91
YOY	-	1%	6%	7%
三、内野	1.45	1.59	1.70	1.82
YOY	-	10%	7%	7%
净利润 (亿元)	5.46	5.74	6.59	7.43
YOY	2%	5.12%	15%	13%
净利率	11.2%	11.5%	12.0%	12.2%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 2 可比公司估值

公司名称	收盘价	2020E EPS	2021E EPS	2022E EPS	2020E PE	2021E PE	2022E PE
富安娜	8.16	0.65	0.74	0.83	12.46	11.05	9.87
水星家纺	14.64	1.23	1.42	1.60	11.87	10.34	9.18
梦洁股份	5.75	0.10	0.13	0.17	58.91	44.26	33.55
平均值 (剔除负值)					28	22	18

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2020 年 10 月 22 日。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,860	4,980	5,484	6,071	净利润	559	589	675	758
YoY (%)	1.0%	2.5%	10.1%	10.7%	折旧和摊销	77	46	49	52
营业成本	2,729	2,739	2,998	3,311	营运资金变动	61	-103	-103	-106
营业税金及附加	33	35	38	42	经营活动现金流	761	565	652	742
销售费用	1,021	1,106	1,223	1,360	资本开支	-338	1	-3	-7
管理费用	324	408	455	510	投资	671	-60	-50	-50
财务费用	-39	-114	-145	-181	投资活动现金流	408	-49	-42	-43
资产减值损失	-102	-95	-105	-115	股权募资	12	0	0	0
投资收益	18	15	16	18	债务募资	24	-24	0	0
营业利润	602	666	760	859	筹资活动现金流	-304	-24	0	0
营业外收支	76	48	58	60	现金净流量	857	491	610	698
利润总额	678	714	818	919					
所得税	119	125	143	161	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	559	589	675	758	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	546	574	659	743	营业收入增长率	1.0%	2.5%	10.1%	10.7%
YoY (%)	2.2%	5.2%	14.8%	12.7%	净利润增长率	2.2%	5.2%	14.8%	12.7%
每股收益	0.66	0.69	0.80	0.90	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	43.9%	45.0%	45.3%	45.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	11.5%	11.8%	12.3%	12.5%
货币资金	1,836	2,328	2,937	3,636	总资产收益率 ROA	10.2%	9.6%	9.8%	9.8%
预付款项	39	38	42	46	净资产收益率 ROE	13.3%	12.3%	12.4%	12.2%
存货	1,227	1,276	1,314	1,360	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	660	730	821	902	流动比率	<b>3.42</b>	<b>3.88</b>	<b>4.22</b>	<b>4.57</b>
流动资产合计	3,761	4,372	5,115	5,944	速动比率	2.27	2.71	3.10	3.49
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.67	2.07	2.43	2.79
固定资产	352	344	337	333	资产负债率	22.0%	20.2%	19.2%	18.3%
无形资产	292	281	270	259	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1,609	1,615	1,632	1,652	总资产周转率	0.90	0.83	0.81	0.80
资产合计	5,371	5,987	6,747	7,596	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	24	0	0	0	每股收益	0.66	0.69	0.80	0.90
应付账款及票据	524	574	608	648	每股净资产	4.96	5.65	6.45	7.34
其他流动负债	551	552	603	653	每股经营现金流	0.92	0.68	0.79	0.90
流动负债合计	1,099	1,126	1,211	1,302	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	85	85	85	85	PE	19.71	18.75	16.32	14.49
非流动负债合计	85	85	85	85	PB	1.83	2.30	2.02	1.77
负债合计	1,183	1,211	1,296	1,387					
股本	831	831	831	831					
少数股东权益	83	98	114	129					
股东权益合计	4,187	4,776	5,451	6,209					
负债和股东权益合计	5,371	5,987	6,747	7,596					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。